

La position extérieure de la France à fin 2005

Dominique NIVAT, Nadine GUILLAUME

Direction de la Balance des paiements

Service des Mouvements de capitaux extérieurs

La position extérieure recense les stocks d'avoirs et d'engagements financiers des résidents vis-à-vis de l'étranger, évalués, en principe, à leur valeur de marché. Elle permet ainsi d'apprécier et d'analyser la situation patrimoniale des résidents d'un pays et son évolution au cours du temps. Reflétant l'ensemble des flux antérieurs de balance des paiements, la position extérieure prend également en compte les changements de valeur liés aux gains et pertes en capital ou aux variations des taux de change.

À la fin de l'année 2005, la position extérieure nette de la France s'est établie à 164 milliards d'euros (près de 10 % du PIB), les avoirs (actifs étrangers détenus par les résidents) se montant à 4 142 milliards (245 % du PIB) et les engagements (actifs français détenus par des non-résidents) à 3 978 milliards (235 % du PIB). Par rapport à la fin 2004, les avoirs ont progressé de 858 milliards d'euros (soit 26 %), la position créditrice nette s'améliorant de quelque 46 milliards.

L'augmentation rapide des avoirs et des engagements de la position extérieure en 2005 reflète plusieurs facteurs qui traduisent l'internationalisation de l'économie française : ampleur des échanges de biens et services enregistrés au cours de l'année dernière, poursuite de la diversification internationale des portefeuilles-titres des résidents, forte augmentation de la détention de titres français par les non-résidents, nombreuses opérations de fusion-acquisition transfrontières et, enfin, essor de l'activité des banques résidentes. Elle tient aussi, en partie, aux effets de change et à l'évolution de la valeur des actifs boursiers.

S'agissant de la position nette, l'essentiel de l'amélioration entre fin 2004 et fin 2005 provient de l'impact positif de l'appréciation des devises et de l'or sur la valeur des investissements directs, des investissements de portefeuille et des avoirs de réserve. En particulier, la dépréciation de l'euro a contribué à l'amélioration de la position nette des investissements directs (dont la quasi-totalité des engagements est libellée en euros alors qu'un tiers des avoirs est libellé en devises) et, dans une moindre mesure, à celle de la position nette des investissements de portefeuille. En revanche, la position des « autres investissements », débitrice en devises, s'est détériorée.

Les modifications de prix des actifs financiers liées aux évolutions boursières ont eu peu d'incidence sur la position nette globale car l'amélioration enregistrée pour les investissements directs a été compensée par un effet défavorable sur les investissements de portefeuille, les actions françaises détenues par les non-résidents ayant été davantage revalorisées que les actions étrangères détenues par les résidents.

Au sein des investissements directs, la part des prêts entre affiliés a augmenté, au détriment de celle des capitaux propres. Par ailleurs, les stocks d'investissements de portefeuille ont nettement progressé : les résidents ont réalisé d'importantes acquisitions sur les marchés internationaux, tandis que les non-résidents sont revenus sur le marché des actions françaises tout en confirmant leur prédilection pour les titres de dette émis par les résidents et, en particulier, pour les titres publics, dont ils sont depuis deux ans les principaux détenteurs.

Mots clés : Position extérieure, investissements directs, investissements de portefeuille

Code JEL : F21

1| Une progression des avoirs et des engagements

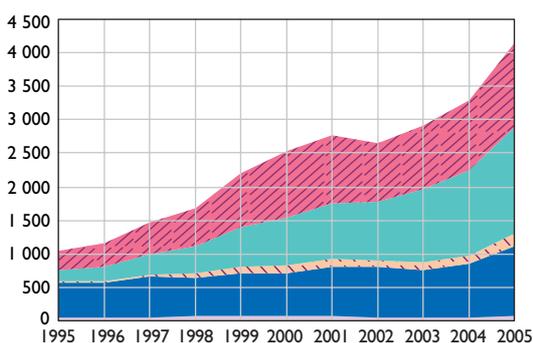
L'accroissement rapide des avoirs et des engagements de la position extérieure observé depuis plus de dix ans est un signe de l'internationalisation de l'économie française. La tendance s'est accélérée à compter de 2002 du fait d'une reprise des flux financiers, en particulier vers et en provenance de la zone euro, ainsi que sous l'effet des gains dus à la progression générale des cours sur les marchés boursiers, en France comme à l'étranger.

Graphiques 1 et 2 Avoirs et engagements

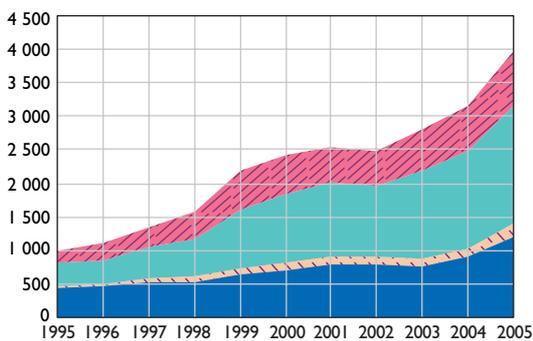
Avec investissements directs en valeur de marché

(en milliards d'euros)

Avoirs



Engagements



Investissements directs
Investissements de portefeuille
Produits financiers dérivés
Autres investissements (hors avoirs de réserve)
Avoirs de réserve

2| Une amélioration de la position extérieure nette

À fin 2005, la position extérieure nette s'est établie à 164,0 milliards d'euros, après 118,3 milliards à fin 2004, avec une évaluation des investissements directs au prix de marché, et à - 72,6 milliards, après - 79,6 milliards, avec des investissements directs exprimés en valeur comptable (cf. encadré).

La progression de la position extérieure avec investissements directs en valeur de marché (45,7 milliards d'euros au total) tient, pour les deux tiers environ, aux variations de change et, pour un tiers, aux flux financiers nets de balance des paiements. Bien que les évolutions des cours de bourse aient eu un impact important sur la valeur des avoirs et des engagements d'investissements directs et de portefeuille, leur effet global sur la position nette a été limité. L'impact des variations de prix sur la valeur des capitaux propres et des investissements immobiliers (38,6 milliards d'euros) a contribué à accroître la position créditrice des investissements directs ; inversement, l'évolution des cours de bourse a concouru à creuser la position débitrice des investissements de portefeuille (de 42,6 milliards d'euros), en raison de la forte hausse du cours des actions françaises en 2005.

Tableau I Position extérieure nette de la France

(en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005
Investissements directs nets					
En valeur comptable	242,3	191,8	155,8	154,0	214,0
En valeur de marché	496,3	316,1	345,8	351,9	450,5
Investissements nets de portefeuille	- 291,5	- 165,9	- 203,4	- 178,8	- 192,7
Produits financiers dérivés nets	5,7	- 4,0	- 9,0	- 4,6	- 14,7
Autres investissements nets	- 52,5	- 48,7	- 66,1	- 107,0	- 142,2
Avoirs de réserve	66,7	58,8	56,0	56,8	63,0
Position extérieure nette					
Avec les investissements directs en valeur comptable	- 29,3	32,1	- 66,7	- 79,6	- 72,6
En % du PIB	- 2,0	2,1	- 4,2	- 4,8	- 4,3
Avec les investissements directs en valeur de marché	224,6	156,4	123,3	118,3	164,0
En % du PIB	15,0	10,1	7,8	7,2	9,7

NB : Pour ce tableau et les suivants, en raison des écarts d'arrondis un agrégat peut ne pas être exactement égal au total de ses composantes.

L'impact positif de la dépréciation de l'euro vis-à-vis des principales devises étrangères sur les stocks d'investissements directs et d'investissements de portefeuille a été partiellement contrebalancé par un effet inverse sur les « autres investissements ». En effet, si la part des avoirs libellés en devises est plus importante que celle des engagements libellés en devises, pour les investissements directs comme pour les investissements de portefeuille, c'est l'inverse pour les « autres investissements », dont les engagements sont en grande partie libellés en devises. Par ailleurs, la forte progression du cours de l'or a contribué à la revalorisation des avoirs de réserve.

Graphique 3 Position extérieure nette de la France

(en milliards d'euros)

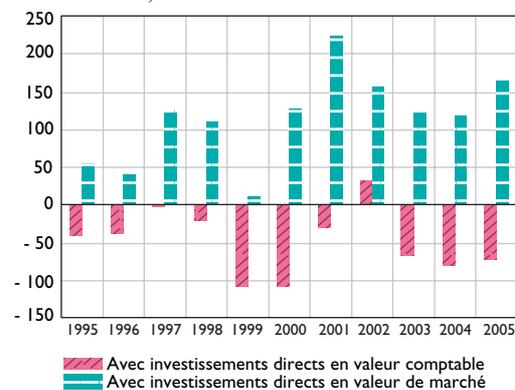


Tableau 2 Évolution de la position extérieure nette de la France

Avec estimation des investissements directs en valeurs de marché

(en milliards d'euros)

	Stocks à fin 2004	Transactions (a)	Variations dues aux cours de change (a)	Variations dues aux cours de bourse (a)	Variations dues aux changements de volume (a)	Stocks à fin 2005
	1	2	3	4	5	6 = (1 + 2 + 3 + 4 + 5)
Investissements directs nets	351,9	41,9	18,1	38,6	0,0	450,5
Français à l'étranger	1 033,3	93,0	21,4	114,1	0,0	1 261,8
Étrangers en France	- 681,4	- 51,1	- 3,3	- 75,5	0,0	- 811,3
Investissements de portefeuille nets	- 178,8	9,2	13,0	- 42,6	6,5	- 192,7
Titres étrangers	1 283,3	191,4	27,3	63,2	9,0	1 574,1
Titres français	- 1 462,1	- 182,2	- 14,3	- 105,8	- 2,5	- 1 766,8
Produits financiers dérivés nets	- 4,6	- 8,2	0,0	0,0	- 1,8	- 14,7
Avoirs	123,9	-	-	-	-	191,7
Engagements	- 128,5	-	-	-	-	- 206,4
Autres investissements nets (hors avoirs de réserve)	- 107,0	- 20,7	- 14,6	0,0	0,0	- 142,2
Créances	786,7	228,2	36,2	-	0,0	1 051,1
Engagements	- 893,7	- 248,8	- 50,8	-	0,0	- 1 193,3
Avoirs de réserve	56,8	- 7,1	13,3	-	0,0	63,0
Position nette	118,3	15,2	29,8	- 4,0	0,7	164,0
Avoirs	3 283,9	-	-	-	-	4 141,8
Engagements	- 3 165,7	-	-	-	-	- 3 977,8

(a) En signe de position :

Sans signe : augmentation des créances ou diminution des engagements

Signe (-) : diminution des créances ou augmentation des engagements

3| Une hausse de la position nette des investissements directs

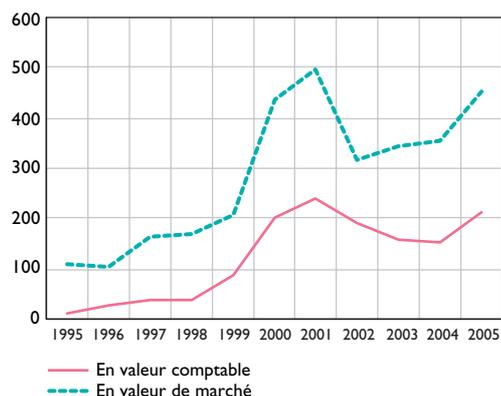
Le stock des investissements directs français à l'étranger en valeur de marché a augmenté de 228,5 milliards d'euros par rapport à 2004 (22 %) pour s'établir à 1 261,8 milliards (75 % du PIB), tandis que le stock des investissements directs étrangers en France s'est accru de 129,8 milliards, à 811,3 milliards fin 2005 (48 % du PIB).

Ainsi, la position nette des investissements directs en valeur de marché a enregistré une progression de près de 100 milliards d'euros, pour atteindre 450,5 milliards en fin d'année 2005. Les flux nets de balance des paiements ont contribué pour 41,9 milliards d'euros à la progression de la position et les effets de change et de valorisation boursière pour 56,7 milliards.

Contrairement à ce que l'on avait observé lors des trois dernières années, la position nette des investissements directs en valeur comptable s'est aussi fortement améliorée en 2005, atteignant

Graphique 4 Position nette des investissements directs
En valeur comptable et en valeur de marché

(en milliards d'euros)



214,0 milliards d'euros en fin d'année (cf. tableau 3), principalement du fait des importantes sorties nettes d'investissements directs enregistrées en balance des paiements au cours de l'année.

Tableau 3 Stocks des investissements directs

(en valeur comptable, en milliards d'euros)

	Stocks 2004	Transactions	Autres variations	Stocks 2005
Investissements directs français à l'étranger	608,8	93,0	21,4	723,2
Capitaux propres	393,9	40,0	16,2	450,1
Autres opérations	204,3	50,8	5,2	260,3
Investissements immobiliers	10,6	2,2	0,0	12,8
Investissements directs étrangers en France	- 454,9	- 51,1	- 3,3	- 509,3
Capitaux propres	- 225,9	- 13,6	0,0	- 239,5
Autres opérations	- 178,2	- 30,9	- 3,3	- 212,4
Investissements immobiliers	- 50,7	- 6,6	0,0	- 57,4
Position des investissements directs	154,0	41,9	18,1	214,0

ENCADRÉ

Méthodes de valorisation des investissements directs

Les capitaux propres des sociétés investies et les investissements immobiliers font l'objet de deux types d'évaluation : en valeur comptable et en valeur de marché.

La valeur comptable des sociétés investies est une donnée des enquêtes annuelles sur les stocks d'IDE.

La valeur de marché des sociétés cotées françaises et étrangères est calculée selon la méthode suivante :

$$\text{Valeur de marché}_{\text{année } n} = \frac{\text{capital social investi}_{\text{année } n} \times \text{cours du titre au 31 décembre année } n}{\text{valeur nominale du titre au 31 décembre année } n}$$

S'agissant des sociétés non cotées, la méthode de valorisation est différente selon que l'on valorise les sociétés françaises ou étrangères :

- les sociétés résidentes investies sont réparties en secteurs économiques pour lesquels on a préalablement déterminé un ratio de « capitalisation boursière sur situation nette des sociétés cotées » ; on applique ensuite aux capitaux propres de ces sociétés résidentes non cotées les ratios de capitalisation sectoriels des sociétés cotées minorés de 25 % au titre de la décote d'illiquidité.
- pour les entreprises étrangères, un indice composite représentant l'évolution des principales bourses étrangères et des principaux taux de change est appliqué au dernier stock calculé en valeur de marché.

Les calculs sont réalisés sur la base des enquêtes de stocks disponibles. Pour l'année la plus récente, ils sont actualisés globalement par application du taux de progression du SBF 250, minoré de 25 % pour les sociétés non cotées, ou d'un indice boursier composite retraçant l'évolution des principales bourses étrangères et des taux de change correspondants, également minoré pour les filiales étrangères non cotées, et par la prise en compte des flux enregistrés sur les périodes suivantes.

Le calcul des stocks d'investissements immobiliers en valeur de marché est établi :

- à partir d'indices de valorisation propres à chaque pays pour les stocks immobiliers aux États-Unis, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, au Luxembourg, en Allemagne, en Suisse, en Belgique, en Espagne et en Italie (et d'une moyenne de ces indices pour le reste du monde) ;
- à partir d'indices reflétant les évolutions des prix de l'immobilier du logement ancien et des bureaux pour les investissements étrangers en France.

4| Un creusement de la position débitrice des investissements de portefeuille

En 2005, la position débitrice de la France en investissements de portefeuille vis-à-vis de l'étranger s'est détériorée, pour s'établir à - 192,7 milliards d'euros, après - 178,9 milliards en 2004. Alors que les flux nets de balance des paiements ont apporté une contribution positive de 9,2 milliards d'euros, l'évolution globale tient à des effets de valorisation négatifs de 23,2 milliards.

Une accélération de la progression des investissements des résidents en titres étrangers

Les créances des résidents en titres étrangers se sont accrues de 290,8 milliards d'euros (23 %), témoignant du renforcement de l'internationalisation du portefeuille-titres des résidents observée depuis plusieurs années (cf. graphique 5)¹.

Le stock d'actions étrangères, hors titres d'OPCVM, a augmenté de 92,7 milliards d'euros, soit une hausse de 36 % d'une année sur l'autre. Un tiers de cette progression est imputable aux achats réalisés par les résidents, les deux autres tiers tenant aux effets combinés des variations de change et des cours de bourse, particulièrement importants en 2005. Le stock de titres de dette à plus d'un an a progressé pour sa part de 157,7 milliards d'euros (soit 19 %, cf. tableau 4).

À la fin de l'année 2005, le portefeuille des résidents en valeurs étrangères était composé, principalement, de titres de dette à plus d'un an (64 %) et d'actions (22 %), puis d'instruments du marché monétaire et de parts d'OPCVM. La part des titres libellés en euros a légèrement diminué en 2005, mais elle est restée prépondérante, à plus de 76 %. Il est à noter que, s'agissant des titres de dettes, la part des titres libellés en euros dans le portefeuille des résidents est majoritaire non seulement pour ceux émis dans des pays de la zone euro, mais aussi pour

les valeurs émises par des résidents de pays situés hors de la zone euro.

Les non-résidents ont réalisé des acquisitions record d'obligations en 2005 et effectué un retour sur les actions françaises

Le portefeuille des non-résidents en titres français a progressé de 304,7 milliards d'euros, soit 21 % (cf. graphique 6). Cette progression marque une accélération par rapport aux années précédentes, comparable à celle que l'on observe pour le portefeuille des résidents en titres étrangers.

Le stock d'actions (hors OPCVM) détenues par les non-résidents a augmenté de 124,1 milliards (33 %). Les acquisitions nettes d'actions françaises par les non-résidents, les plus importantes depuis l'année deux mille, ont presque représenté le quart de cette augmentation, les effets de valorisation y contribuant pour plus de 90 milliards d'euros (cf. tableau 4). On relève également que, entre le début et la fin de l'année 2005, les non-résidents ont augmenté de deux points leur taux de détention de la capitalisation boursière des principales sociétés françaises, portant celui-ci à 46,4 % du total².

Le stock de titres de dette à plus d'un an détenus par les non-résidents a progressé de 132,6 milliards d'euros, soit 14 %. Cette augmentation est due, pour 59 %, à la croissance du stock de titres publics et, pour 38 %, à la hausse du stock de titres émis par les institutions financières monétaires.

Les évolutions observées en 2005 ont confirmé une tendance apparue à la fin des années quatre-vingt-dix. Parmi les titres de dette à plus d'un an, qui constituent l'essentiel du portefeuille des non-résidents en titres français (60 % à fin 2005), les non-résidents privilégient les titres émis par les administrations publiques (qui représentent 51 % du total) et, dans une moindre mesure, les titres émis par les institutions financières monétaires (28 % du total). D'après les résultats de la dernière enquête CPIS³, qui couvrent les stocks à fin 2004, les résidents de la zone euro seraient légèrement majoritaires (54 %) parmi les détenteurs non résidents de titres de dette à plus d'un an émis en France.

¹ La position-titres à la fin de l'année dernière (2005 en l'occurrence) est établie, pour la première fois, à partir des résultats du recensement annuel titre-à-titre du portefeuille des résidents en titres étrangers et du portefeuille des non-résidents en titres français. Jusqu'alors, les données de la position-titres étaient d'abord estimées sur la base des flux de balance et des encours précédents avant d'être établies titre-à-titre dix à douze mois après la fin de l'année de référence.

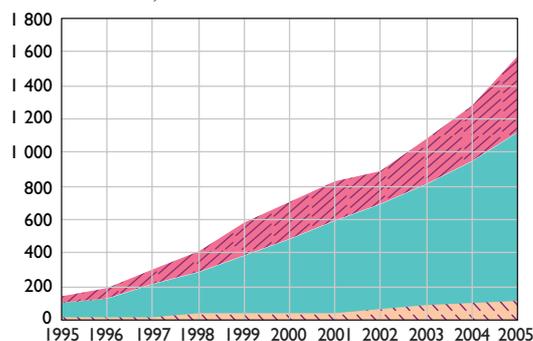
² Poulain (2006) : « La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », Bulletin de la Banque de France, n° 149, mai

³ Le Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS), est une enquête mondiale sur les portefeuilles-titres internationaux, coordonnée par le FMI, qui permet de connaître, à partir de l'agrégation des données fournies par les pays participants, les pays de résidence des investisseurs ultimes, cette information ne pouvant pas être extraite directement des statistiques nationales de balance des paiements et de position extérieure.

Graphique 5 Titres étrangers détenus par les résidents

Ventilation par nature d'instruments

(en milliards d'euros)

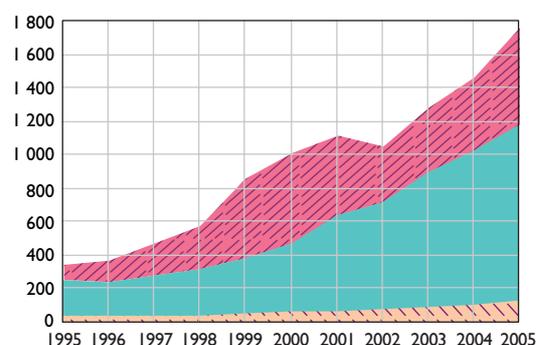


■ Actions et titres d'OPCVM ■ Titres de dette à plus d'un an ■ Titres de dette à moins d'un an

Graphique 6 Titres français détenus par les non-résidents

Ventilation par nature d'instruments

(en milliards d'euros)



La diversification internationale de la base d'investisseurs souscrivant à la dette publique négociable des administrations centrales françaises, que l'on observe depuis 1997, s'est poursuivie en 2005. Les non-résidents détenaient ainsi 56,5 % de l'encours des valeurs du Trésor fin 2005, soit une progression de près de quatre points par rapport à fin 2004 et de 34 points depuis fin 1998, en dépit de l'ampleur des émissions publiques depuis lors. En 2005, comme lors des trois années précédentes, les non-résidents ont acquis des montants de titres publics supérieurs à ceux des émissions nettes. Un point d'équilibre pourrait être atteint avec la disparition du « *home bias* » en matière de détention de titres publics au sein de la zone euro. Sous cette hypothèse, le taux de détention de la dette négociable des administrations centrales françaises pourrait, à long terme, passer, mécaniquement, de 56,5 % fin 2005 à plus de 80 %.

À titre de comparaison, on note que la composition du portefeuille des résidents en valeurs étrangères n'est pas tout à fait semblable à celle du portefeuille des non-résidents en valeurs françaises, même si leur progression est symétrique. Ainsi, alors que les obligations et valeurs assimilées représentaient 64 % du portefeuille des non-résidents en valeurs françaises fin 2005, les titres émis par les administrations publiques n'en constituaient que 37 % environ. Cette part est décroissante depuis deux ans, puisqu'elle s'élevait à 43 % fin 2003.

5| Une dégradation de la position débitrice des « autres investissements »

Le solde débiteur de la position des « autres investissements » (dépôts-crédits) s'est fortement creusé en 2005, s'établissant à - 142,2 milliards en fin d'année, contre - 107,0 milliards fin 2004, du fait, pour une large part, de l'accroissement de la position débitrice des « autres secteurs »⁴. Les entreprises d'investissement ont contribué pour 15,5 milliards à la progression de ces engagements nets, en contrepartie de leurs achats nets de titres étrangers enregistrés au sein des investissements de portefeuille.

Les engagements nets des institutions financières et monétaires sont passés de - 161,5 milliards fin 2004 à - 175,4 milliards fin 2005, suite à un effet de change plus marqué sur les engagements qui sont plus largement libellés en devises que les créances. Il est à noter que les avoirs comme les engagements des institutions financières et monétaires vis-à-vis de l'extérieur ont fortement augmenté, non seulement du fait d'une progression effective de leur activité transfrontière, mais aussi en raison du rapatriement de certaines activités d'un groupe résident vers la France, qui s'est traduit par la mise en place de prêts intragroupe.

⁴ Entreprises industrielles et commerciales, assurances, entreprises d'investissement, OPCVM non monétaires et ménages, hors crédits commerciaux.

Tableau 4 Stocks des investissements de portefeuille

Ventilation par nature d'instruments

(en milliards d'euros ; part en %)

	Stocks 2004	Transactions	Autres variations	Stocks 2005	Part de l'euro dans les stocks
Résidents sur titres étrangers	1 283,3	191,4	99,4	1 574,1	76
Actions et titres d'OPCVM	327,8	42,9	78,0	448,7	47
Actions	255,2	29,9	62,8	347,9	47
Titres d'OPCVM	72,6	13,0	15,2	100,8	50
Titres de dette à plus d'un an	849,8	137,0	20,7	1 007,5	88
Obligations	554,1	105,5	3,2	662,8	84
Autres (EMTN, ...)	295,7	31,5	17,5	344,7	94
Titres de dette à moins d'un an	105,7	11,5	0,7	117,9	89
Bons du Trésor à moins d'un an	16,2	0,3	0,3	16,8	67
Autres instruments du marché monétaire	89,5	11,2	0,4	101,1	92
Non-résidents sur titres français	- 1 462,1	- 182,2	- 122,6	- 1 766,8	89
Actions et titres d'OPCVM	- 437,3	- 52,6	- 98,4	- 588,4	99
Actions	- 381,0	- 29,1	- 95,0	- 505,1	100
Titres d'OPCVM	- 56,3	- 23,6	3,4	- 83,3	92
Titres de dette à plus d'un an	- 923,4	- 110,9	- 21,7	- 1 056,0	85
Obligations	- 280,5	- 46,3	- 5,8	- 332,6	100
BTAN	- 135,6	- 6,4	1,2	- 140,8	100
Autres (EMTN, ...)	- 507,3	- 58,2	- 17,1	- 582,6	74
Titres de dette à moins d'un an	- 101,4	- 18,6	- 2,4	- 122,4	76
Bons du Trésor	- 62,6	- 5,6	0,0	- 68,2	100
Autres instruments du marché monétaire	- 38,8	- 13,0	- 2,4	- 54,2	45
Position-titres	- 178,8	9,2	- 23,2	- 192,7	-

Tableau 5 Stocks des « autres investissements » ventilés par secteurs résidents

(en milliards d'euros)

	Stocks 2004	Transactions	Autres variations	Stocks 2005
Créances	786,7	228,2	36,3	1 051,1
Crédits commerciaux	74,5	- 4,6	3,6	73,4
Autorités monétaires	25,5	- 2,8	0,2	22,9
Administrations publiques	26,8	- 1,4	1,9	27,3
Institutions financières monétaires	578,9	235,3	26,5	840,7
Autres secteurs (a)	81,0	1,6	4,1	86,7
Engagements	- 893,7	- 248,8	- 50,8	- 1 193,2
Crédits commerciaux	- 65,4	- 4,3	- 4,7	- 74,4
Autorités monétaires	- 4,5	2,6	- 0,5	- 2,4
Administrations publiques	- 20,7	4,6	0,0	- 16,1
Institutions financières monétaires	- 740,4	- 233,0	- 42,7	- 1 016,1
Autres secteurs (a)	- 62,7	- 18,7	- 2,8	- 84,2
Position des « autres investissements »	- 107,0	- 20,7	- 14,6	- 142,2

(a) Hors crédits commerciaux